

금호석유 (011780)

점진적인 회복 가능하나 속도가 문제

▶ 2013년 합성고무 시황 개선은 더딜 전망

2013년 하반기 합성고무 시황은 상반기보다 개선될 전망. 신규공급물량도 상반기 51만 톤에서 하반기 36만 톤으로 감소함. 하지만 합성고무의 연간 수요 증가분이 약 49만 톤으로 추정되어 전반적인 회복세는 더딜 것으로 전망. 또한 합성고무의 잉여설비가 늘어난 것도 부담요인

▶ 반면 중장기적 관점에서 합성고무 수요는 계속 늘어날 전망

중장기적으로 이머징 국가의 타이어 교체 수요 성장에 따라 합성고무 수요도 함께 성장할 전망. 글로벌 경기 부진에 따라 교체 수요가 예상보다 지연되고 있으나 이는 수요 소멸이 아닌 지연으로 수요는 여전한 것으로 분석됨. 또한 2014년부터 글로벌 타이어 공장증설이 역내에 집중되어 있다는 점도 수요를 자극할 전망

▶ 투자의견 중립, 목표주가 100,000원으로 기업분석 시작

하반기 합성고무 수요가 상반기대비 개선된다 하더라도 잉여설비 확대로 부타디엔 가격의 추세적인 상승이 어렵다고 판단하여 투자의견 중립 제시. 2013년 예상 실적대비 PER 13.0배, PBR 1.6배도 다소 부담스러운 수준. 하지만 2014년 이후 영업실적 정상화가 예상된다는 점에서 80,000원 이하의 주가 수준에서는 Valuation 매력이 부각될 것으로 판단

▶ 하반기로 갈수록 투자의견 상향여력 높음

C4계열은 중동 및 미국의 Gas base ECC 설비가 확대될수록 상대적으로 공급이 제한되는 계열임. C4계열은 합성고무에 의한 수요 의존도가 60% 이상으로 매우 높음. 합성고무 업황은 지난 해 이후 부타디엔 공급 부족과 합성고무 시황 부진으로 변동성이 확대되었으나 합성고무 업황이 회복되는 시점부터 상대적으로 높은 스프레드 확보 가능할 전망. 따라서 투자의견은 하반기로 갈수록 상향될 여지가 높다고 판단

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액 (십억원)	6,457	5,884	5,796	6,016	6,317
증가율 (YoY, %)	30.3	(8.9)	(1.5)	3.8	5.0
조정영업이익 (십억원)	839	224	324	446	517
증가율 (YoY, %)	49.7	(73.3)	44.9	37.5	16.0
세전이익 (십억원)	758	134	278	442	537
지배주주귀속순이익(십억원)	506	130	204	322	388
증가율 (YoY, %)	60.0	(74.4)	57.1	58.0	20.7
EBITDA (십억원)	994	384	482	620	695
EPS (원)	15,097	3,869	6,079	9,603	11,587
증가율 (YoY, %)	35.9	(74.4)	57.1	58.0	20.7
BPS (원)	42,185	45,373	49,724	57,835	67,916
PER (배)	11.1	33.7	13.0	8.2	6.8
PBR (배)	4.0	2.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	7.2	15.7	8.9	6.7	5.6
조정영업이익률 (%)	13.0	3.8	5.6	7.4	8.2
EBITDA Margin (%)	15.4	6.5	8.3	10.3	11.0
ROE (%)	44.5	8.7	12.6	17.6	18.2

주: K-IFRS 연결 기준

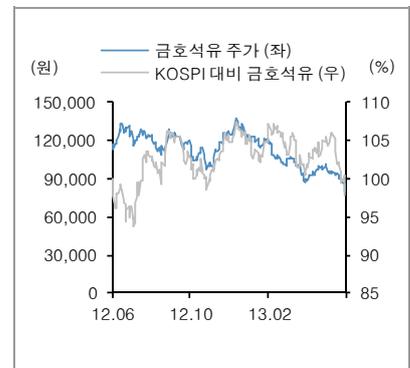
자료: 금호석유, IM투자증권 리서치센터

HOLD (Initiate)

6개월 목표주가: 100,000원(신규)

주가(06/21)	79,100원		
소속업종	화학		
업종투자의견	중립		
자본총계	1,636 십억원		
발행주식수	33,491,177 주(@5,000 원)		
시가총액	2,410 십억원		
KOSPI내 비중	0.23%		
52주 최고/최저가	138,000 원 / 79,100 원		
평균 거래량(120일)	175,981 주		
외국인지분율	10.8%		
배당수익률%(12년)	1.5		
주요주주	박철완 외 6인	24.2%	
	금호석유 자사주	18.4%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	(21.7)	(37.0)	(32.4)
상대주가	(14.9)	(31.5)	(29.9)
현 주가대비 상승여력	26.4		

최근 12개월 상대주가 추이



[표 9] 금호석유 실적 추이 & 전망

(단위: 억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E
매출액	16,226	15,840	14,317	12,454	14,149	14,309	14,807	14,697	58,837	57,962
합성고무	8,706	8,567	6,928	6,174	6,782	6,851	7,008	6,908	30,375	27,549
합성수지	3,421	3,229	3,372	2,871	3,315	3,419	3,548	3,589	12,893	13,871
금호P&B	2,899	2,712	2,743	2,152	2,796	2,752	2,876	2,840	10,506	11,264
열병합/정밀화학	1,200	1,332	1,274	1,257	1,256	1,287	1,375	1,360	5,063	5,278
영업이익	1,219	262	452	306	783	735	840	884	2,239	3,243
합성고무	749	52	118	123	362	356	399	421	1,042	1,539
합성수지	86	43	125	57	107	85	121	136	311	449
자회사 금호P&B	32	82	(26)	(36)	68	44	52	68	52	232
열병합/정밀화학	352	85	235	162	246	250	268	258	834	1,022
영업이익률	7.5	1.7	3.2	2.5	5.5	5.1	5.7	6.0	3.8	5.6
합성고무	8.6	0.6	1.7	2.0	5.3	5.2	5.7	6.1	3.4	5.6
합성수지	2.5	1.3	3.7	2.0	3.2	2.5	3.4	3.8	2.4	3.2
금호 P&B	1.1	3.0	(0.9)	(1.7)	2.4	1.6	1.8	2.4	0.5	2.1
열병합/정밀화학	29.3	6.4	18.4	12.9	19.6	19.4	19.5	19.0	16.5	19.4
세전이익	1,323	97	443	(526)	479	697	795	806	1,337	2,777
지배주주순이익	1,016	89	406	(215)	343	556	628	509	1,337	2,036
지배주주순이익률	6.3	0.6	2.8	(1.7)	2.4	3.9	4.2	3.5	2.3	3.5

[표 10] 전분기대비 증감율

QoQ(% , %p)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E
매출액	9.0	(2.4)	(9.6)	(13.0)	13.6	1.1	3.5	(0.7)	(8.9)	(1.5)
영업이익	101.8	(78.5)	72.5	(32.3)	155.9	(6.1)	14.2	5.3	(73.4)	44.8
영업이익률	3.5	(5.9)	1.5	(0.7)	3.1	(0.4)	0.5	0.3	(9.2)	1.8
세전이익	100.1	(92.7)	358.6	적전	흑전	45.5	14.0	1.4	(83.0)	107.8
지배주주순이익	154.0	(91.3)	357.4	적전	흑전	62.1	13.0	(19.0)	(73.6)	52.3
지배주주순이익률	3.6	(5.7)	2.3	적전	흑전	1.5	0.4	(0.8)	(5.6)	1.2

[표 11] 전년동기대비 증감율

YoY(% , %p)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E
매출액	1.4	(7.2)	(13.8)	(16.4)	(12.8)	(9.7)	3.4	18.0	(8.9)	(1.5)
영업이익	(57.4)	(90.5)	(79.4)	(49.3)	(35.8)	180.7	85.8	189.0	(73.4)	44.8
영업이익률	(10.4)	(14.5)	(10.0)	(1.6)	(2.0)	3.5	2.5	3.6	(9.2)	1.8
세전이익	(1,450)	(2,644)	(965.8)	(1,187)	(843.6)	600.3	351.3	흑전	(83.0)	107.8
지배주주순이익	(945.4)	(1,695)	(504.9)	(615.0)	(673.2)	467.5	222.6	흑전	(73.6)	52.3
지배주주순이익률	18.5	11.0	8.3	1.0	8.7	4.4	7.1	흑전	(5.6)	1.2

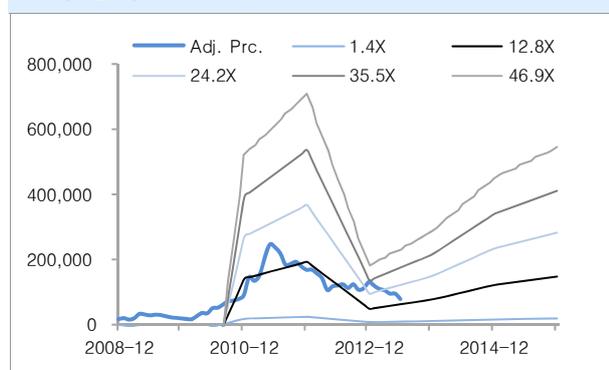
[표 12] 금호석유 목표주가 산정 Valuation

ROE & PBR Valuation		
ROE(지배주주지분)	15.1%	Fwd ROE
기대성장률	3.5%	
자기자본비용(기대수익률)	8.8%	CAPM
무위험 이자율	2.9%	국고채 수익률
리스크 프리미엄	5.9%	시장 위험 적용
시장 베타	1.0	
적정 PBR(배)	2.15	$(ROE - \text{기대성장률}) / (\text{자기자본비용} - \text{기대성장률})$
추정 BPS(원)	53,780	Fwd BPS
추정 적정 주가(원)	115,741	적정PBR * BPS
적정 주가(A)	115,741	

EV/EBITDA Valuation				
사업가치	적정가치	EBITDA	Multiple	
(억원)	39,371	5,507	7.2	Fwd EBITDA, Peer multiple
관계기업투자가치	2,214			장부가 30% 할인
매도가능금융자산	2,584			장부가 30% 할인
순차입금	18,483			1Q13말 기준
주주가치	25,686			
발행주식수(천주)	24,875			보통주
적정주가(B)	103,261			

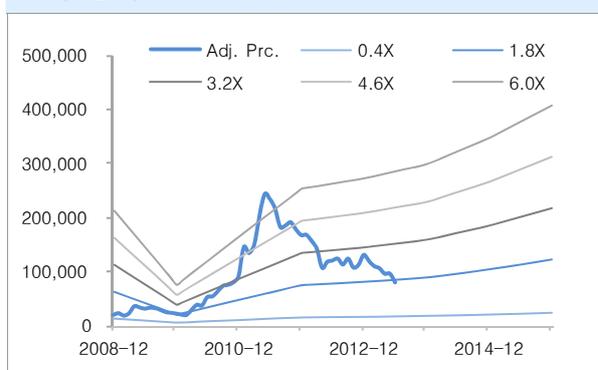
적정주가	109,501	$(\text{적정주가(1)} + \text{적정주가(2)}) / 2$
목표주가(원)	100,000	
목표주가 13년(e) PER(배)	16.5	
목표주가 13년(e) PBR(배)	2.01	

[그림 11] PER 밴드 추이



자료: Dataguide, IM투자증권

[그림 12] PBR 밴드 추이



자료: Dataguide, IM투자증권

Financial Statement & Ratio

(십억원, 원, 배, %)

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,457	5,884	5,796	6,016	6,317
매출원가	5,410	5,481	5,291	5,383	5,603
매출총이익	1,047	403	505	633	713
판매비와관리비	208	179	181	187	196
EBITDA	994	384	481	620	695
조정영업이익	839	224	324	446	517
발표영업이익	839	224	324	446	517
비영업손익	(81)	(90)	(47)	(4)	20
이자손익	(131)	(88)	(75)	(68)	(62)
외환관련손익	(19)	6	0	0	0
관계기업투자등 투자손익	73	67	60	75	85
기타	26	(69)	(32)	(10)	(3)
세전계속사업이익	758	134	278	442	537
계속사업법인세비용	215	8	70	107	130
계속사업이익	544	126	208	335	407
중단사업이익	0	0	0	0	0
법인세 효과	0	0	0	0	0
당기순이익	544	126	208	335	407
지배주주	506	130	204	322	388
비지배주주	38	(4)	5	14	19

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	2,656	2,921	2,899	3,003	3,115
장기금융자산	402	402	402	402	402
관계기업투자등	271	318	366	441	526
유형자산	1,204	1,190	1,129	1,160	1,187
기타	780	1,010	1,001	1,000	1,000
유동자산	2,058	1,490	1,804	1,998	2,268
현금 및 현금성자산	505	246	431	612	846
단기금융자산	33	21	21	21	21
매출채권 및 기타채권	920	636	774	804	844
재고자산	582	567	559	541	537
기타	18	19	19	20	21
자산총계	4,714	4,411	4,703	5,001	5,384
비유동부채	444	1,314	1,322	1,334	1,339
장기금융부채	367	1,211	1,211	1,211	1,211
기타	77	103	111	122	127
유동부채	2,713	1,439	1,570	1,573	1,595
매입채무 및 기타채무	661	470	603	602	619
단기금융부채	1,936	882	882	882	882
기타	116	87	86	89	94
부채총계	3,157	2,752	2,892	2,906	2,933
지배주주지분	1,448	1,548	1,693	1,962	2,297
자본금	168	168	168	168	168
자본잉여금	265	265	265	265	265
이익잉여금	1,047	1,113	1,260	1,532	1,870
비지배주주지분	109	111	118	133	153
자본총계	1,557	1,658	1,810	2,095	2,450

자료: 아이엠투자증권

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	765	316	411	502	549
당기순이익(손실)	544	126	208	335	407
비현금수익비용가감	514	280	271	285	288
유형자산감가상각비	146	153	151	169	173
무형자산상각비	9	7	6	5	5
운전자본증감	(197)	(64)	(9)	(11)	(16)
매출채권 및 기타채권	(110)	179	(121)	(29)	(40)
매입채무 및 기타채무	108	(213)	117	(1)	17
법인세납부	(95)	(26)	(59)	(107)	(130)
투자활동현금흐름	(217)	(337)	(76)	(188)	(181)
유형자산처분(취득)	(291)	(368)	(79)	(200)	(200)
금융자산감소(증가)	57	5	(23)	0	0
재무활동현금흐름	(194)	(239)	(151)	(134)	(134)
금융부채증가(감소)	(51)	(76)	(13)	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(23)	(56)	(56)	(50)	(50)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
순현금흐름	354	(259)	185	181	234
기초현금	151	505	246	431	612
기말현금	505	246	431	612	846

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
EPS	15,097	3,869	6,079	9,603	11,587
EBITDAPS	29,667	11,458	14,376	18,508	20,741
CFPS	19,712	8,644	10,772	14,799	16,889
BPS	42,185	45,373	49,724	57,835	67,916
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
PER	11.1	33.7	13.0	8.2	6.8
EV/EBITDA	7.2	15.7	8.9	6.7	5.6
PCR	8.5	15.1	7.3	5.3	4.7
PSR	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
PBR	4.0	2.9	1.6	1.4	1.2

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액증가율	30.3	(8.9)	(1.5)	3.8	5.0
조정영업이익증가율	49.7	(73.3)	44.9	37.5	16.0
순이익증가율	57.2	(76.8)	65.0	61.1	21.4
유동비율	75.9	103.6	114.9	127.0	142.3
순차입금비율	113.3	110.1	90.7	69.7	50.0
부채비율	202.8	166.0	159.8	138.8	119.7
조정영업이익률	13.0	3.8	5.6	7.4	8.2
EBITDA Margin	15.4	6.5	8.3	10.3	11.0
ROA	12.3	2.8	4.6	6.9	7.8
지배주주ROE	44.5	8.7	12.6	17.6	18.2
ROIC	24.9	6.1	8.8	12.1	13.8
Payout Ratio	11.1	43.2	24.4	15.5	12.8